

## بررسی تاثیر بدهی صنعت بر ارزش بازار شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۱- محمد خدامرادی عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی، خوزستان، ایران

[Mohammad\\_moradi57@yahoo.com](mailto:Mohammad_moradi57@yahoo.com)

[m.khodamoradi2000@gmail.com](mailto:m.khodamoradi2000@gmail.com)

۲- امین جولانژادین: دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه بین الملل خلیج فارس (نویسنده مسئول)

کارمند دانشگاه علوم پزشکی جندی شاپور اهواز-مدیریت داروخانه های آموزشی دانشگاه

[amin\\_joulanezhad@yahoo.com](mailto:amin_joulanezhad@yahoo.com)

چکیده:

یکی از موضوعاتی که در ادبیات مالی و سرمایه گذاری مورد توجه گسترده و فراگیر قرار گرفته است، مبحث ساختار سرمایه می باشد. توسعه، رشد و تداوم فعالیت هر شرکت مستلزم سرمایه گذاری است که باید از طریق تأمین منابع مالی لازم تحقق پذیرد. در مدیریت مالی از دو نوع منبع مالی نام برده می شود، منابع مالی از داخل موسسه و منابع مالی خارج از موسسه. دریافت وام از بانکها، انتشار سهام جدید و خرید نسبه مواد و ماشین آلات، مثالهایی از تأمین منابع مالی مورد نیاز از منابع خارجی است.

استفاده از ذخایر، استهلاک داراییهای ثابت، کاهش داراییهای جاری و فروش داراییهای ثابت اضافی و عدم تقسیم سود، مواردی از تأمین منابع مالی از داخل موسسه است. تأمین منابع مالی به هر کدام از دو صورت بالا، هزینه ها و آثاری را به دنبال خود دارد که موسسه را از اخذ تصمیم در مورد انتخاب هر کدام از منابع تأمین مالی ناگزیر می نماید.

هرگاه هزینه ها و آثار منفی تأمین منابع مالی مورد نیاز، از بازدهی نهایی سرمایه گذاریها بیشتر باشد از سرمایه گذاری مورد نظر صرف نظر خواهد شد. تصمیمات مالی هر شرکت مخصوصاً جهت تأمین مالی شرکت از طریق بدهی یا انتشار سهام عادی باعث خواهد شد که ساختار سرمایه شرکت تغییر یابد و بر روی سودآوری و ریسک سهام در بازار تأثیر گذارد و قطعاً رمایه گذاران در هنگام ارزیابی شرکت در بازار آن را

مدنظر قرار خواهند داد. استفاده از نسبت‌های بدهی یکی از راه‌های بررسی ساختار سرمایه شرکت و تجزیه و تحلیل چگونگی ارتباط ساختار سرمایه با سایر عوامل تأثیر گذار بر شرکت است.

در این فصل با تعریف دقیق موضوع مورد بررسی و اهمیت پرداختن به آن، فرضیات تحقیق را بیان کرده و کلیاتی از روش آزمون فرضیات ذکر می‌گردد.

کلمات کلیدی : بازده بورس اوراق بهادار، قیمت نفت

تعریف موضوع و بیان مسأله

تئوری مدرن ساختار سرمایه با تئوری مشهور مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸)<sup>۱</sup> آغاز شد. تئوری ارائه شده از سوی مودیلیانی و میلر (MM) بر این مطلب تکیه داشت که تحت چه شرایطی ساختار بهینه سرمایه پدید می‌آید و اصولاً ساختار بهینه سرمایه چیست؟ از آن زمان به بعد پژوهشگران بسیاری تئوری ارائه شده از سوی آنان را به طور تجربی مورد آزمون قرار داده و تئوری‌های جدیدی نیز مطرح نموده اند که تئوری ترجیحی و تئوری مصالحه از آن جمله می‌باشند.

قبل از تئوری مودیلیانی و میلر (MM) دیدگاه سنتی حاکم بود. این دیدگاه بر این نظریه استوار بود که می‌توان با استفاده از اهرم، ارزش شرکت را افزایش داد. این نظریه پیشنهاد می‌کند شرکت‌ها به منظور کاهش هزینه سرمایه خود میزان بدهی‌های خود را افزایش دهند. با این حال با افزایش میزان بدهی ریسک نیز افزایش یافته و در نتیجه بازار نرخ بهره بالاتری را برای بدهی‌ها مطالبه می‌نماید. بنابراین، بر مبنای این دیدگاه ساختار سرمایه بهینه‌ای که هزینه سرمایه را حداقل نماید، وجود دارد. (ونهورن ۱۹۸۶)<sup>۲</sup>

تصمیم‌گیری در مورد چگونگی تأمین مالی نقش به‌سزایی در تغییر ارزش شرکتها دارد و به عنوان چالشی برای مدیران به شمار می‌رود. یک تأمین مالی مطلوب ارزش شرکت را افزایش می‌دهد، بر اعتبار مدیر می‌افزاید، سهامداران را خوشنود نموده و موجب افزایش اعتبار شرکت می‌گردد.

از طرفی تأمین مالی نامطلوب که موجب خروج جریان‌های خالص نقدی از شرکت گردد، از ارزش شرکت کاسته و با ناراضی‌ت سهامداران و کاهش اعتماد به مدیر همراه است و حتی ممکن است به ورشکستگی و پایان فعالیت شرکت منجر گردد. چگونگی تأمین مالی تأثیرمستقیمی بر میزان بدهیها و حقوق صاحبان سهام و در نهایت ساختار سرمایه شرکت دارد.

---

<sup>1</sup> Modigliani and Miller (1958)

<sup>2</sup> Vanhorn (1986)

یک نگاه خاص یا توجه دقیق به بازار سرمایه مشخص خواهد کرد که آیا شرکت برای تأمین سرمایه باید دست به انتشار سهام بزند یا اینکه باید از راه انتشار اوراق قرضه و گرفتن وام آن را تأمین کند. مدیران فرزانه، به طور معمول در این زمینه سعی نمی کنند تا پرسشهایی کلی و عمومی مطرح سازند، بلکه همواره در پی آن هستند تا برای مسائلی که در شرکت وجود دارد، همانند پرسشهایی که در پی می آید، پاسخهای دقیق و مناسب بیابند:

- ۱- چنانچه این شرکت وام بگیرد، خالص صرفه جویی مالیاتی چقدر خواهد شد؟
- ۲- چه عوامل نابهنجاری می تواند ساختار سرمایه مطلوب آن شرکت را بر هم بزند و آن را دچار بحرانهای مالی کند؟ این آشفتگی، نابسامانی یا بحران مالی به چه قیمتی تمام خواهد شد؟
- ۳- برای تأمین مالی کدام راه ارزانتر است؟ اگر چنین راهی وجود دارد، آیا قید و بندهایی هم در کار است؟
- ۴- آیا صلاح در این است که شیوه تأمین مالی، با توجه به سیاست کنونی تقسیم سود شرکت تعیین شود؟ (برای مثال، اگر شرکت سیاست تقسیم سود سخاوتمندانه داشته باشد، در این صورت برای رفع نیاز مالی خود احیاناً مجبور می شود که اوراق قرضه یا سهام عادی جدیدی منتشر کند؟)
- ۵- آیا هزینه انتشار اوراق بهادار مختلف، متفاوت است؟ (البته با توجه به راه های گوناگونی که برای تأمین مالی فرا روی شرکت قرار دارد). (میرز ۱۹۸۴)<sup>۳</sup>

تصمیمات مربوط به تأمین مالی باید به گونه ای اتخاذ گردند که هماهنگ با استراتژیهای سرمایه گذاری شرکت باشد، و نه بالعکس. بنابراین، در این تحقیق فرض بر این است که تصمیمات مربوط به سرمایه گذاری اتخاذ گردیده است و اقلام طرف راست ترازنامه مشخص و معین شده اند. بنابراین تنها تغییرات اقلام طرف چپ ترازنامه مورد بررسی قرار می گیرند.

در این تحقیق با عنوان «بررسی تأثیر نسبت بدهی صنعت بر ارزش بازار شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، ابتدا تعریف و تشریح کاملی از ساختار سرمایه صورت گرفته و پس از آن تئوریهای و نظریه های موجود در مورد ساختار سرمایه مورد بررسی قرار می گیرد که مباحث فصل دوم با نام ادبیات و پیشینه تحقیق را به خود اختصاص می دهد. در فصل سوم روش شناسی تحقیق برای پاسخ به سوالات و همچنین آزمون فرضیات به اجمال بیان می گردد. در فصل چهارم نیز با استفاده از روش تحقیق مناسب به انجام آزمون فرضیات پرداخته می شود و در نهایت در فصل پنجم نتایج تحقیق بیان شده و پیشنهادات لازم برای استفاده کنندگان از تحقیق و انجام تحقیقات آتی ارائه می گردد.

اهمیت و ضرورت تحقیق

<sup>3</sup> Myers, S,C

نسبت بدهی شرکت علاوه بر آنکه نشان دهنده چگونگی تأمین مالی شرکت است، پیام خاصی نیز برای استفاده کنندگان از آن به همراه دارد. بانکها و موسسات وام دهنده برای وام دادن به نسبت بدهی شرکت متقاضی توجه می نمایند و هزینه بدهی دریافتی را با توجه به میزان بدهی آن شرکت تعیین می نمایند زیرا بدهی ریسک مالی به همراه می آورد و هر چه ریسک شرکت بیشتر باشد وام دهنده سود بیشتری طلب می نماید.

سهامداران جزء معمولاً از افزایش بدهیهای شرکت نگران می شوند زیرا از طرحهای سرمایه گذاری شرکت اطلاع دقیق ندارند و به طور سنتی تصور می نمایند مدیران برای خوب جلوه دادن عملکرد خود معایب طرحهای سرمایه گذاری را بیان نمی کنند اما سهامداران افزایش بدهیهای شرکت را به عینه می بینند. زیاد اتفاق افتاده که شرکتی دارای نسبت بدهی بالا اقدام به انتشار سهام جدید نموده اند اما از آن استقبال نگردیده است.

نسبت بدهی بالاریسک ورشکستگی شرکتها را افزایش می دهد به عنوان نمونه شرکتی خودرو سازی در ایران از طریق پیش فروش محصولات خود تأمین مالی می نمایند و همواره جزء پر خطر ترین صنایع برای سرمایه گذاری به شمار می روند و خطر ورشکستگی در این صنعت در ایران بسیار بالا است.

همینطور شرکتی تولید کننده لوازم خانگی که برای تأمین مالی و خرید مواد اولیه به دریافت وام از بانکها اقدام نمودند تا حدی که بهره آن وامها در حال حاضر بخش قابل توجهی از سود قبل از بهره و مالیات (EBIT)<sup>4</sup> این شرکتها را به خود اختصاص می دهد و به شرکتی غیر جذاب برای سرمایه گذاران بدل گشته اند.

در این تحقیق با استفاده از نسبت بدهی به تجزیه و تحلیل ساختار سرمایه و تصمیمات تأمین مالی شرکتها پرداخته می شود و در آن از نسبت بدهی بلند مدت به حقوق صاحبان سهام استفاده می گردد. ما بر آنیم دریابیم آیا نسبت بدهی مطلوب صنعت که مدنظر گروهی از نظریه پردازان طرفدار وجود ساختار سرمایه مطلوب برای هر شرکت می باشد، واقعاً تأثیر معنی داری بر ارزش شرکتها دارد یا خیر؟

#### اهداف تحقیق

در عصر حاضر مدیر موفق و شرکت پیشرو را سرمایه گذاری خوب و تأمین مالی مطلوب متمایز می سازد. اگر شرکتی وام بگیرد می تواند به گونه ای صرفه جویی مالیاتی انجام دهد، ولی هزینه هایی که از بابت بحران مالی بر شرکت تحمیل خواهد شد موجودیت شرکت را تهدید خواهد کرد. بنابراین مدیریت شرکت نه تنها باید احتمال رو در رو شدن با بحران مالی را مورد توجه قرار دهد بلکه باید ضررهایی را که به لحاظ کاهش ارزش، متوجه شرکت خواهد شد را نیز در نظر بگیرد. در صورت تأثیر نسبت بدهی صنعت بر ارزش شرکت، این نسبت می تواند مانند چراغی فرا روی مدیران باشد و مدیران برای تأمین مالی طرحهای جدید ابتدا به وضعیت نسبت بدهی شرکت خود در صنعتی که در آن فعالیت می کنند، توجه نمایند و اگر نسبت بدهی شرکت کمتر از نسبت بدهی صنعت بود برای تدمین مالی از وام استفاده نمایند تا به نسبت

<sup>4</sup> Earning Before Intrest and Tax

بدهی صنعت نزدیک گردند و در صورتی که نسبت بدهی شرکت بیشتر از نسبت بدهی صنعت بود، برای تأمین مالی اقدام به افزایش سرمایه یا انتشار اوراق بهادار نمایند تا با افزایش حقوق صاحبان سهام و در نتیجه کاهش نسبت بدهی، به نسبت بدهی صنعت مربوطه نزدیک گردند. هدف کلی این تحقیق عبارت است از :

«بررسی تأثیر نسبت بدهی صنعت بر ارزش بازار شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران»  
و اهداف خاص آن به شرح زیر می باشد:

- ۱- بررسی مقدار و جهت تأثیر نسبت بدهی صنعت بر ارزش بازار شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران
- ۲- تحقیق در مورد تأثیر نسبت بدهی صنعت بر ارزش بازار شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران در پنج سال اخیر (۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴)
- ۳- تجزیه و تحلیل تأثیر نسبت بدهی بر ارزش بازار شرکتهای در ۵ صنعت خودرو و ساخت قطعات، مواد و محصولات دارویی، ساخت ماشین آلات و دستگاههای برقی، ساخت محصولات فلزی و فلزات اساسی، از صنایع طبقه بندی شده در بورس اوراق بهادار تهران .
- ۴- تحقیق در مورد تأثیر نسبت مطلوب صنعت بر بدهی و ایجاد الگویی برای تأمین مالی شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران.

#### فرضیات تحقیق

در این تحقیق سعی بر آن است که فرضیات زیر مورد آزمون قرار گیرد:

- فرضیه اصلی تحقیق : میزان اختلاف نسبت بدهی شرکت با نسبت بدهی صنعت بر روی ارزش بازار شرکت مورد مطالعه اثر معناداری دارد.
- فرضیه فرعی ۱: میزان اختلاف نسبت بدهی شرکت با نسبت بدهی صنعت بر روی ارزش بازار شرکت در صنعت ماشین آلات و دستگاههای برقی اثر معناداری دارد.
- فرضیه فرعی ۲: میزان اختلاف نسبت بدهی شرکت با نسبت بدهی صنعت بر روی ارزش بازار شرکت در صنعت فلزات اساسی اثر معناداری دارد.
- فرضیه فرعی ۳: میزان اختلاف نسبت بدهی شرکت با نسبت بدهی صنعت بر روی ارزش بازار شرکت در صنعت ساخت محصولات فلزی اثر معناداری دارد.
- فرضیه فرعی ۴: میزان اختلاف نسبت بدهی صنعت بر روی ارزش بازار شرکت در صنعت مواد و محصولات دارویی اثر معناداری دارد.
- فرضیه فرعی ۵: میزان اختلاف نسبت بدهی شرکت با نسبت بدهی صنعت بر روی ارزش بازار شرکت در صنعت خودرو و ساخت قطعات اثر معناداری دارد.

روش تحقیق

تحقیق حاضر را به لحاظ روش انجام آن، می‌توان تحقیقی از نوع همبستگی با استفاده از تحلیل رگرسیون دانست. مدل رگرسیونی این پژوهش از نوع رگرسیون یک متغیره می‌باشد.

آنچه در چند سال اخیر شاهدیم گسترش استفاده از تکنیک‌های اقتصادسنجی در حوزه مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری است که سبب ایجاد دانشی میان رشته‌ای تحت عنوان اقتصادسنجی<sup>۵</sup> مالی گردیده است.

مدل رگرسیونی یکی از مدل‌های اقتصادسنجی است که در اکثر مطالعاتی که در جهت شناسایی تأثیرات متغیر مستقل بر یک یا چند متغیر وابسته صورت پذیرفته، مورد استفاده قرار می‌گیرد.

روش و ابزار گردآوری داده‌ها

به منظور تهیه ادبیات موضوع استفاده از منابع انگلیسی و کتاب‌ها، مقالات و پایان‌نامه‌های نگارش شده قبلی در دستور کار قرار می‌گیرد. در این قسمت به منظور آشنایی با مفاهیم، تعاریف و روشها مربوط به تحقیق در ادبیات نظری و همچنین سوابق مطالعاتی سایر کشورها از طریق جستجوی اینترنتی و رجوع به تحقیقات و پژوهش‌های انجام شده در این زمینه، اطلاعات مورد نیاز گردآوری می‌شود.

همچنین جهت گردآوری داده‌های مربوط به آزمون فرضیات، با مراجعه مستقیم به مرکز آرشو بورس تهران از بولتن‌ها و ماهنامه‌های منتشر شده توسط بورس که حاوی اطلاعات معاملات ماهانه و روزانه است، استفاده می‌گردد.

نرم افزار تدبیر پرداز نیز یکی از منابع مورد استفاده جهت گردآوری داده‌ها خواهد بود.

قلمرو تحقیق (زمانی، مکانی، موضوعی)

قلمرو تحقیق حاضر از سه راستا تشکیل می‌گردد:

۱- قلمرو زمانی تحقیق: افق زمانی تحقیق حاضر از سال ۱۳۸۰ تا پایان سال ۱۳۸۴ می‌باشد. علت انتخاب دوره زمانی مذکور این است

که دوره ۵ ساله به اندازه کافی برای بامعنی شدن نتایج تحقیق، بلند مدت می‌باشد و اطلاعات و صورتهای مالی شرکتهای مورد بررسی در این ۵ سال در آرشو بورس اوراق بهادار تهران موجود می‌باشد.

۲- قلمرو مکانی تحقیق: در این تحقیق کلیه شرکتهای موجود در ۵ صنعت: خودرو و ساخت قطعات، مواد و محصولات دارویی،

ساخت ماشین‌آلات و دستگاههای برقی، ساخت محصولات فلزی و فلزات اساسی از صنایع طبقه بندی شده در بورس اوراق بهادار

تهران که ۷۴ شرکت را در بر می‌گیرد، می‌باشد.

قلمرو موضوعی تحقیق: شامل حوزه مدیریت سرمایه‌گذاری بوده و تا حدودی از مباحث رفتاری و علت سنجی (تأثیر نسبت مطلوب صنعت بر

شرکتهای مورد بررسی) نیز استفاده می‌شود

<sup>5</sup> Fimancial Econometrics

## تعریف عملیاتی متغیرها

نوع صنعت: صنعت شامل کلیه شرکتهایی با فعالیت مشابه می‌باشد که در زمینه خاص به فعالیت می‌پردازند. در این تحقیق ۵ صنعت مورد بررسی توسط بورس اوراق بهادار طبقه بندی و شرکتهای موجود در هر صنعت معرفی شده اند.

نسبت بدهی: نسبت بدهی به کار برده شده در این تحقیق نسبت بدهی بلند مدت به کل حقوق صاحبان سهام می باشد. با توجه به اینکه در این تحقیق بررسی تغییرات بلند مدت مدنظر است از نسبت بدهی بلند مدت استفاده شده است زیرا بدهی جاری (کوتاه مدت) به دلیل ارتباط با سرمایه در گردش و ارتباط تغییرات آن با مصارف جاری شرکت از موضوع این تحقیق خارج است.

نسبت بدهی صنعت: نسبت بدهی صنعت از طریق میانگین موزون نسبت روزانه بدهی بلند مدت به مجموع حقوق صاحبان سهام شرکتهای موجود در هر صنعت برای مدت ۵ سال مورد شمول این پژوهش بدست آمده است.

ارزش بازار شرکت: بیانگر قیمت روزانه هر سهم ضربدر تعداد سهام آن شرکت می باشد و نشان دهنده کل ارزش بازار سهام شرکت که در مالکیت سهامداران است، می باشد. به این دلیل از ارزش بازار به جای قیمت هر سهم استفاده می گردد که در ارزش بازار تعدیل مربوط به افزایش سرمایه به طور طبیعی انجام می‌گردد، اما در استفاده از متغیر قیمت، کاهش ناگهانی قیمت در نتیجه افزایش سرمایه یا تجزیه سهام، نیاز به تعدیل دارد تا قابلیت استفاده داشته باشد.

بورس اوراق بهادار تهران: بورس اوراق بهادار تهران از سابقه در حدود ۳۹ سال برخوردار است. فعالیت اصلی این بازار، عمدتاً بر معاملات سهام متمرکز بوده که می تواند آئینه تمام نمای اقتصاد کشور تلقی شود، و رونق و رکود این بازار به عنوان یکی از متغیرهای پایه در بسیاری از پژوهش های اقتصادی در نظر قرار گیرد. (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳).

رفتار در مالی: امور مالی رفتاری حوزه ای از علم مالی است که برای تبیین تغییرات شدید قیمت در بازار و رفتارهای نامتعارف قیمت به کار گرفته می شود و برای این تبیین از نظریه های مبتنی بر روانشناسی استفاده می کند. فرض بر این است که غیر از رویدادهای بازار، ساختار اطلاعات و ویژگی های بازیگران در بازار سرمایه به طور نظام مند بر تصمیمات سرمایه گذاری افراد موثر است. بررسی های امور مالی رفتاری از روانشناسی گروهی نیز سود می جوید.

این پژوهش، از نوع تحقیقات کاربردی محسوب می‌شود. بدین معنا که هدف اصلی از انجام آن توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است. هدف عمده تحقیقات کاربردی استفاده کاربردی و عملی از دانش و نتایج به دست آمده از یک تحقیق است که خود بر پایه تحقیقات بنیادی می‌باشد.

شناسایی و تعیین الگوهای فصلی در بورس در صورت وجود چنین پدیده‌هایی، مورد استفاده اکثر تحلیل گران و فعالان این بازار می‌باشد لذا ماهیت عملی و کاربردی این نوع پژوهش‌ها بر کسی پوشیده نیست.

با توجه به متغیرهای موجود و فرضیات ارائه شده در این پژوهش، روش اجرای آن در گروه تحقیقات از نوع همبستگی قرار می‌گیرد. در این گروه، رابطه میان متغیرها براساس هدف تحقیق تحلیل می‌گردد. تحلیل رگرسیون<sup>۶</sup> یکی از انواع تحقیق همبستگی است که در پژوهش فوق از آن استفاده می‌شود.

در تحقیقاتی که از تحلیل رگرسیون استفاده می‌شود، هدف معمولاً پیش بینی یک یا چند متغیر ملاک از یک یا چند متغیر پیش بینی و یا بررسی اثر یک متغیر بر متغیر دیگر می‌باشد.

که این مدل یکی از کاربردی‌ترین روش و ابزارهای اقتصاد سنجی به حساب می‌آید.

معرفی متغیرهای تحقیق:

**متغیر مستقل:**<sup>۷</sup> متغیر مستقل، متغیر محرک یا درونداد است که به وسیله محقق اندازه گیری، دستکاری یا انتخاب می‌شود تا تاثیر یا ارتباط آن با متغیر دیگر معین شود. در یک تحقیق غیر آزمایشی، متغیر به وسیله محقق دستکاری نمی‌شود ولی متغیری است که از پیش وجود دارد و فرض شده است که بر متغیر وابسته اثر دارد.<sup>۸</sup> متغیر مستقل این تحقیق اختلاف بین نسبت بدهی بلند مدت به حقوق صاحبان سهام شرکت و نسبت بدهی بلند مدت به حقوق صاحبان سهام صنعتی که شرکت در آن فعالیت می‌کند، می‌باشد.

**متغیر وابسته:**<sup>۹</sup> متغیر وابسته، متغیر پاسخ، برونداد یا ملاک است. متغیر وابسته مشاهده یا اندازه گیری می‌شود تا تاثیر متغیر مستقل بر آن معلوم و مشخص شود.<sup>۱۰</sup> در این تحقیق متغیر وابسته ارزش بازار شرکت است.

---

6 . Regression Analysis

7 . Independent Variable

8 .

9 . Dependent Variable

10 .



فرضیه‌های تحقیق:

فرضیه اصلی تحقیق: میزان اختلاف نسبت بدهی شرکت با نسبت بدهی صنعت بر روی ارزش بازار شرکت مورد مطالعه اثر معناداری دارد.

فرضیه فرعی ۱: میزان اختلاف نسبت بدهی شرکت با نسبت بدهی صنعت بر روی ارزش بازار شرکت در صنعت ماشین آلات و دستگاههای برقی اثر معناداری دارد.

فرضیه فرعی ۲: میزان اختلاف نسبت بدهی شرکت با نسبت بدهی صنعت بر روی ارزش بازار شرکت در صنعت فلزات اساسی اثر معناداری دارد.

فرضیه فرعی ۳: میزان اختلاف نسبت بدهی شرکت با نسبت بدهی صنعت بر روی ارزش بازار شرکت در صنعت ساخت محصولات فلزی اثر معناداری دارد.

فرضیه فرعی ۴: میزان اختلاف نسبت بدهی شرکت با نسبت بدهی صنعت بر روی ارزش بازار شرکت در صنعت مواد و محصولات دارویی اثر معناداری دارد.

فرضیه فرعی ۵: میزان اختلاف نسبت بدهی شرکت با نسبت بدهی صنعت بر روی ارزش بازار شرکت در صنعت خودرو و ساخت قطعات اثر معناداری دارد.

قلمرو تحقیق:

تحقیق حاضر از نظر قلمرو زمانی در حوزه مدیریت مالی انجام شده و از نظر مکانی بورس اوراق بهادار تهران و از نظر زمانی دامنه ابتدای ۱۳۸۰ تا انتهای سال ۱۳۸۴ تشکیل می‌دهد.

جامعه و نمونه آماری و روش نمونه گیری

جامعه آماری تحقیق را شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند که در جریان سالهای ۱۳۸۰ تا پایان ۱۳۸۴ به فعالیت مشغول بوده‌اند. از میان جامعه آماری تعداد ۷۴ شرکت از پنج صنعت براساس روش غربالی انتخاب شده‌اند.

فرایند تحقیق

براساس تقسیم‌بندی تحقیقات علمی، وبا توجه به هدف، این تحقیق از نوع تحقیق کاربردی است. یعنی اصول علمی تدوین شده در تحقیقات پایه، مبنای کاربردی شدن تحقیق قرار گرفته است.

روش تحقیق برحسب روش، همبستگی است که در آن هدف اصلی مشخص کردن رابطه بین دو متغیر کمی است که علاوه بر بررسی وجود رابطه، به دنبال اندازه و حد آن نیز است. هدف از مطالعه همبستگی برقراری یک رابطه و بکارگیری این روابط در پیش بینی است. در این تحقیق همبستگی بین متغیر مستقل اختلاف نسبت بدهی شرکت با نسبت بدهی صنعت مربوطه که تصور می‌رود با متغیر ارزش بازار شرکت به عنوان متغیر وابسته مرتبط است، ارزیابی می‌شود و مدل مناسب برای این متغیرها برآزش می‌شود. برای این منظور اطلاعات و روش علمی مقایسه‌ای استفاده شده است. عبارت دیگر علتها و معلولها در گذشته بوقوع پیوسته است و مطالعه و بررسی تحقیق حاضر بر روی اطلاعات گذشته متمرکز بوده و از روی معلول برای بررسی علت استفاده می‌کند. بنابراین وجود رابطه علیت در این مطالعه قطعیت ندارد و برای اثبات آن نیاز به مطالعه تجربی وجود دارد.

ابزار تحقیق و اعتبار و روائی آن

ابزار تحقیق، داده‌های سری زمانی شرکتهای نمونه بصورت روزانه و در متغیر مستقل و وابسته و در طی ۵ سال است. با توجه به اینکه این اطلاعات از منابع موثق گردآوری شده و ابزار اندازه گیری آن دارای مقیاس نسبتی بوده (حداقل فاصله‌ای) و با استفاده از فرمولهای مربوط در محاسبه داده‌های مورد نظر تحقیق استفاده شده، بنابراین وسیله اندازه گیری دارای اعتبار و روائی است.

روش جمع آوری داده‌ها

در تحقیق حاضر برای جمع‌آوری داده‌های آماری، از مدارک و اسناد سازمانی استفاده شده است. این داده‌های ثانویه با توجه به آمارنامه و بولتن‌های بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزار تدبیر پرداز گردآوری شده است.

روش تحلیل داده‌ها

برای آزمون فرضیه‌ها و رسیدن به پاسخ سوالات تحقیق از آمار توصیفی یعنی شاخص‌های گرایش به مرکز و پراکنندگی و جداول و نمودارها استفاده شده است. همچنین از آمار استنباطی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده و با توجه به یافته‌های تحقیق از گروه نمونه، به جامعه آماری تعمیم داده شده است. با توجه به اینکه تاثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته مورد مطالعه قرار گرفته است، بنابراین روش تحقیق از نوع همبستگی و رگرسیون خطی است. برای انجام رگرسیون خطی، مفروضه‌های ۱. مقیاس اندازه گیری حداقل فاصله‌ای باشد. ۲. توزیع متغیرها

طبیعی باشد. ۳. رابطه بین واریانس متغیرهای مورد مطالعه خطی باشد. ۴. واریانس و پراکندگی باقی مانده‌ها یکسان باشد. ۵. یکسانی واریانس متغیرهای مورد مطالعه. ۶. نبود خود همبستگی بین متغیرهای مستقل. ۷. اطلاعات و ارزش هر متغیر، مستقل از دیگر مقادیر در همان متغیر باشد. باید برقرار باشد تا مدل بر ارزش شده قابل اتکا و به دور از رگرسیون کاذب باشد. برای این منظور با بکارگیری بسته‌های نرم افزارهای spss و EViews از آزمون‌های زیر استفاده شده است.

معرفی نرم‌افزار مورد استفاده (Eviews)

Eviews، نرم افزار جدیدی است که در سال ۱۹۹۴ برای انجام عملیات اقتصادسنجی و تجزیه تحلیل آماری به منظور استفاده اقتصاددانان به بازارهای جهان عرضه شد. نرم افزار Eviews توسط بانک جهانی طراحی شده است و شکل پیشرفته‌تر Micro Tsp می‌باشد که تحت سیستم ویندوز اجرا می‌گردد.

۴.۰ Eviews جدیدترین نسخه‌ای است که در دسترس قرار گرفته و نسخه‌های قدیمی دیگر آن عبارتند از: Eviews ۳.۰ ، Eviews ۳.۱.

این نرم افزار قابلیت‌های زیادی از نظر بررسی‌های آماری و اقتصادسنجی دارد. همچنین در مسائل مالی نیز با توجه به گره خوردن آنها با مسائل پیچیده اقتصادی و آماری و نیاز شدید به علم اقتصادسنجی و آمار پیشرفته، نرم افزار مذکور می‌تواند بسیار راهگشا باشد. نرم افزار Eviews با پرونده‌های کاری، گروه‌ها، سری‌ها، معادلات و سیستم‌های آن شناخته و متمایز می‌شود و از این نظر که براحتی می‌توان در آن سری‌های مختلف را ترتیب داد و آنها را در گروه‌های متفاوت قرارداد از مزیت بالایی برخوردار است.

آزمون توزیع متغیرها

برای آزمون توزیع طبیعی متغیرها از آزمون کالموگروف اسمیرنوف<sup>۱۱</sup> استفاده شده است. فرضیه صفر بیانگر این است که «توزیع متغیر مورد مطالعه نرمال است» و فرضیه مخالف نشان دهنده نرمال نبودن توزیع است. در این آزمون محقق بدنبال عدم رد فرضیه صفر است.

آزمون یکسانی باقی مانده‌های مدل

توزیع باقی مانده‌های مدل باید یکسان و نرمال باشد. برای آزمون یکسانی باقی مانده‌های مدل از آزمون جارکوی- برا<sup>۱۲</sup> استفاده شده است. فرضیه صفر بیانگر این است که «توزیع باقی مانده‌ها نرمال است» و فرضیه مخالف نشان دهنده نرمال نبودن توزیع باقی مانده‌ها است. در این آزمون محقق بدنبال عدم رد فرضیه صفر است.

<sup>11</sup> . Kolmogorov- Smirnov

<sup>12</sup> . Jarque- bera

آزمون استقلال (خود همبستگی)

برای آزمون خود همبستگی از آزمون دوربین- واتسون<sup>۱۳</sup> استفاده شده است. تصمیم گیری درباره خود همبستگی با توجه به  $D.W$  محاسبه شده و مقایسه آن با  $D.W$  جدول بعلاوه تعداد مشاهدات  $N$  و تعداد متغیرهای مستقل  $K$  است. جدول  $D.W$  دارای حد پایین  $D_1$  و حد بالای  $D_U$  می‌باشد. اگر  $D.W$  محاسباتی بین حد بالا و پایین قرار گیرد خود همبستگی در مدل وجود ندارد. بطور کلی مقدار آماره  $۲$  برای دوربین- واتسون نشان دهنده نبود خود همبستگی است و هرچه به طرف صفر گرایش پیدا کند دالی بر وجود خود همبستگی مثبت است.

آزمون همسانی واریانس متغیرها

در این پژوهش برای بررسی همسانی واریانس‌ها از آزمون وایت<sup>۱۴</sup> استفاده شده است. فرضیه‌های این آزمون به قرار زیر است:

$H_0$ : همسانی واریانس

$H_1$ : ناهمسانی واریانس

در این تحقیق محقق به دنبال عدم رد فرضیه صفر و به عبارت دیگر در پی پذیرش فرضیه صفر است.

---

<sup>13</sup> . Durbin- Watson

<sup>14</sup> . White

### - ضریب تعیین ( $R^2$ )

ضریب تعیین شاخصی است که نسبت تغییرات بیان شده متغیر مستقل را بر متغیر وابسته نشان می‌دهد. ضریب تشخیص توان دوم همبستگی پیروان است. ضریب تشخیص به صورت زیر تحلیل می‌شود:

متغیر مستقل هیچ تغییری در متغیر وابسته ایجاد نمی‌کند.  $R^2=0$

تمام تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل بیان می‌شود.  $R^2=1$

هرچه ضریب تعیین از صفر بزرگتر و به ۱ نزدیکتر باشد، نشانگر قوی بودن رابطه بین متغیر مستقل و وابسته است و میزان توجیه و سهم تاثیر متغیر مستقل بر وابسته را نشان می‌دهد.

آزمون معنا دار بودن ضرایب جزئی رگرسیون (t)

برای آزمون ضریب رگرسیون از آزمون t استفاده می‌شود. در این آزمون فرضیه صفر دلالت بر معنی دار نبودن ضریب رگرسیون است. فرضیه‌های این آزمون بقرار زیر است.

$$H_0: \beta = 0$$

$$H_1: \beta \neq 0$$

ارائه مدل و پیش بینی متغیر وابسته از روی متغیرهای مستقل

معادله رگرسیون برای پیش بینی بشرح زیر است:

$$Y = a + b(x)$$

$Y$ : متغیر وابسته

$X$ : متغیر مستقل

$a$ : عرض/از مبدا

$b$ : ضریب رگرسیون جزئی

قاعده رد فرضیه‌های صفر تحقیق و تصمیم گیری

براساس محاسبات نرم افزارهای آماری، قابلیت اندازه گیری میزان خطا به طور دقیق وجود دارد. به همین جهت چنانچه سطح خطای محاسبه کمتر از ۰/۰۵ باشد، فرضیه صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود و چنانچه میزان این خطا از ۰/۰۱ کمتر باشد، فرضیه صفر در سطح اطمینان ۹۹ درصد رد می‌شود. در ردیا پذیرش فرضیه‌های این تحقیق از این قاعده پیروی شده است.

تحلیل یافته‌ها و نتیجه گیری

#### خلاصه تحقیق

تاکنون کسی نتوانسته است یک ساختار مطلوب سرمایه ارائه کند. درعین حال، برای دستیابی به یک چنین الگویی، تحقیقات و آزمونهای زیادی انجام شده که نتایج آنها در خورتوجه است. حاصل این تلاشها، ارائه واقعیتها، تعیین یا شناخت هزینهها و مشخص شدن نقاط قوت و ضعف وامهایی است که شرکتهای به وسیله آن، خود را از نظر مالی تامین می کنند. این نکته نیز تا حدی روشن شده است که در چه مواردی به نفع شرکت است که به جای سهام، اوراق قرضه منتشر کند یعنی از راه گرفتن وام سرمایه خود را تامین کند.

#### تحلیل یافتهها و نتیجه گیری

در علم مدیریت مالی نظریهها و تئوریهای گوناگونی برای توجیه ساختار سرمایه شرکتهای و چگونگی ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام در این ساختار مطرح بوده است. از آن جمله گروهی طرفدار وجود نسبت مطلوب برای میزان بدهی شرکت می باشند. طرفداران این نظریه باور دارند یک نسبت بدهی مطلوب برای هر شرکت وجود دارد که شرکت برای تحقق هدف خود که همان بیشینه سازی ارزش است، باید به این نسبت دست یابد یا تا حد امکان به آن نزدیک شود. این گروه برای بدست آوردن نسبت مطلوب الگوهای مختلفی ارائه داده اند، از آن جمله تعیین نسبت مطلوب با توجه به سطح مالیات شرکتهای یعنی شرکتهای با توجه به ردیف مالیاتی که به سطوح مختلف بدهی آنها تعلق می گیرد اقدام به دریافت وام نمایند و میزان بدهی موجود در ساختار سرمایه خود را متناسب با آن تعیین نمایند، یا نسبت بدهی رقبای شرکت که شرکت ساختار سرمایه اش را مطابق رقبای سنتی خود تنظیم نماید.

از جمله این نظریهها نسبت بدهی مطلوب صنعت است که طرفداران آن معتقدند نسبت بدهی صنعتی که شرکت در آن به فعالیت می پردازد، نسبت بدهی مطلوب است و شرکتهای باید سعی نمایند به آن نسبت نزدیک شوند تا ارزش شرکت بیشینه گردد.

#### پیشنهادهاى تحقیق

پیشنهادهاى منتج از یافتههاى تحقیق به شرح زیر است:

۱. نتایج حاصله نشان می دهد تقریباً نسبت بدهی تاثیر معنی داری بر ارزش شرکت ندارد، بنابراین مدیران جهت تامین مالی طرحهای جدید نگران این موضوع که نسبت بدهی شرکت از نسبت بدهی صنعتی که در آن فعالیت می کنند فاصله می گیرد نباشند و به سایر عامل توجه نمایند.

۲. بانکها و موسسات وام دهنده برای ارزیابی و تصمیم گیری به ارزیابی میزان بدهیهای شرکت متقاضی وام و مقایسه آن با رقبایش اهمیت زیادی ندهند و نسبت بدهی را در کنار سایر عوامل مد نظر قرار دهند.

۳. سهامداران صرفاً با ملاحظه افزایش ناگهانی بدهیهای شرکتی که در مالکیت آن شریک هستند اقدام به فروش سهام خود برای رهایی از ریسک کاهش ارزش بازار سهام، نمایند بلکه در بررسی سایر متغیرهای تاثیر گذار بپردازند.

۴. باتوجه به اینکه در این تحقیق دلیلی قاطعی بر وجود نسبت ارتباط بین بدهی مطلوب صنعت و ارزش شرکت برای شرکتهای ۵ صنعت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در ۵ سال اخیر مشاهده نشد بنابراین مدیران ایرانی شرکتهای فعال در این صنعت به جای توجه صرف به میزان بدهیهای رقباى خود به سایر مشخصه‌های شرکت رقیب توجه نمایند.

۵. مدیران شرکتهای ایرانی برای تامین مالی و گرفتن وام به بانکهای فعال در کشور بیشتر از سایر موسسات مالی و اعتباری توجه می‌نمایند، پیشنهاد می‌گردد تامین مالی از سایر موسسات مالی غیر بانکی را نیز مورد توجه قرار دهند. پیشنهادات محقق برای استفاده کنندگان از این پژوهش ذیلا ارائه می‌گردد:

۱. شرکتهای بورسی ترازنامه‌های خود را برای دوره‌های کوتاه مثلا یکماهه به بورس اوراق بهادار تهران ارائه نمایند تا دقت پژوهشهایی که نیاز به این آمار دارند افزایش یابد.

۲. اطلاعات کاملی از وضعیت بدهی، فروش، درآمد و سایر اجزای شرکتهای بورسی مربوط به قبل از زمان عضویت آنها در بورس اوراق بهادار تهران در اختیار بورس گذاشته شود یعنی همه شرکتهای موظف شوند اطلاعات خود از بدو تاسیس را در اختیار بورس قرار دهند.

۳. بورس اوراق بهادار تهران به بهانه محرمانه بودن اطلاعات که بعضا معلوم می‌گردد اینگونه نبوده، اطلاعات شرکتهای را حذف نماید و از این طریق موجب بوجود آمدن شفافیت اطلاعاتی و از بین رفتن رانتهای اطلاعاتی گردد.

۴. وزارت اقتصاد و دارایی با جمع‌آوری و طبقه‌بندی اطلاعات شرکتهای که قدرت پردازش رایانه‌ای داشته باشند. آنها را در اختیار دانشجویان و محققان قرار دهد تا از تا به عنوان مرجعی برای صحت اطلاعات به حساب آید. جهت انجام تحقیقات آتی عناوین زیر پیشنهاد می‌گردد.

۱. بررسی تاثیر نسبت بدهی صنعت بر ارزش بازار شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران برای همه صنایع فعال در بورس.

۲. بررسی میزان ارتباط نسبت بدهی صنعت بر ارزش بازار شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران از بدو تشکیل آن.

۳. مقایسه نسبت بدهی صنعت بر ارزش بازار شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران با سایر بورسهای منطقه‌ای.

۴. بررسی رفتار سهامداران، اعتبار دهندگان و عرضه کنندگان مواد اولیه در ارتباط با تغییرات نسبت بدهی شرکت.

۵. بررسی چگونگی ارجحیت روشهای تامین مالی توسط مدیران شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران.

۶. بررسی تاثیر اندازه و تعداد سهام شرکت بر نسبت بدهی شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران.

۷. بررسی تاثیر نسبت بدهی بلند مدت به سرمایه شرکت در ارزش شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران.

۸. بررسی تاثیر چرخه‌های اقتصادی در تغییرات نسبت بدهی شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران.

محدودیتهای تحقیق به شرح زیر می‌باشد:

۱. دوره زمانی تحقیق می‌توانست بیشتر از ۵ سال باشد تا دقت آن بالاتر رود.

۲. تعداد صنایع مورد بررسی این پژوهش می‌توانست کل صنایع را دربرگیرد که به دلیل محدودیتهای زمانی از آن صرفنظر گردید.
۳. این امکان وجود دارد که ترانزنامه‌های گزارش شده به بورس اوراق بهادار تهران برای بعضی از شرکتها دارای اقلامی باشد که منشا اختلاف بین حسابرس و شرکت باشد که در این تحقیق رقم مورد پذیرش بورس استفاده گردید.
۴. طبقه بندی شرکتها در صنایع بورسی چندین بار دچار تغییر شده است و این طبقه بندی که براساس شباهت شرکتها صورت می‌گیرد، ممکن است تغییر یابد و شرکتهایی از این صنایع خارج شوند یا به آن وارد شوند.
۵. با توجه اینکه مبنای محاسبه بعضی از اقلام ترانزنامه در ایران با سایر کشورهای جهان متفاوت است، ممکن است در صورت تغییر مقیاس سنجش و ارزیابی این اقلام اندکی در نتایج تغییر حاصل گردد.

#### فهرست منابع و ماخذ فارسی

۱. آذر، عادل و مومنی، منصور (۱۳۸۰). آمارو کاربرد آن در مدیریت. تهران: انتشارات سمت.
۲. بازرگان، عباس و سرمد، زهره و حجازی، الهه (۱۳۸۳). روش تحقیق در علوم رفتاری. تهران: آگاه.
۳. بریگام، اوجین اف و گاپنسی، لوییس سی و دی وز فیلیپ آر (۱۳۸۲). مدیریت مالی میانه (ترجمه علی پارساییان) تهران: ترمه.
۴. پور حیدری امید (۱۳۸۲) نوع صنعت و تاثیر آن بر ساختار مالی شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی، شماره ۱۶، پاییز و زمستان ۱۳۸۲. صفحه ۶۰-۴۹.
۵. جهانخانی، علی و پارساییان، علی. (۱۳۷۶). مدیریت سرمایه گذاری و ارزیابی اوراق بهادار. تهران: انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
۶. رحیمی بروجردی، علیرضا (۱۳۸۳) سیاستهای اقتصاد کلان و اصلاحات ساختاری. تهران: موسسه مطالعات و پژوهشهای بازرگانی.
۷. سلاحی، عزیز و تکیه، عباس (۱۳۵۱). کلیات بازرگانی. تهران: مدرسه عالی بازرگانی.
۸. دلاور، علی (۱۳۷۴). مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی. تهران: رشد.
۹. شیرزادی، سعید (۱۳۸۵) بررسی تاثیر تغییرات فصلی بر نوسانات شاخص های بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد.
۱۰. عبده تبریزی، حسین و مشیر زاده مویدی، پرویز. (۱۳۶۲). مدیریت مالی. تهران: آگاه.
۱۱. مدرس سبزواری، احمد و عبدالله زاده، فرهاد. (۱۳۷۸). مدیریت مالی (جلد دوم). تهران: چاپ و نشر بازرگانی.
۱۲. مرمچی، امیر حسین (۱۳۷۸). عوامل موثر بر بافت سرمایه و نسبتهای اهرم مالی شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه عالی پژوهش در برنامه ریزی و توسعه.
۱۳. مصطفوی مقدم، علیرضا (۱۳۵۴)، مدیریت مالی. تهران: انتشارات مدرسه عالی بازرگانی.
۱۴. میرزا، استوارت سی (۱۳۷۳). معمای ساختار سرمایه (ترجمه علی پارساییان). فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی، سال اول شماره دوم بهار ۱۳۷۳.



Surf and download all data from SID.ir: [www.SID.ir](http://www.SID.ir)

Translate via STRS.ir: [www.STRS.ir](http://www.STRS.ir)

Follow our scientific posts via our Blog: [www.sid.ir/blog](http://www.sid.ir/blog)

Use our educational service (Courses, Workshops, Videos and etc.) via Workshop: [www.sid.ir/workshop](http://www.sid.ir/workshop)